신영증권
2025. 11. 26

엔씨소프트(036570.KS) 매수(유지)

구조적 변화를 논의할 때

분석의 기본 가정
- 〈아이온2〉의 매출 중 90% 이상이 PC에서 발생
- 모바일 게임이 자체 런처인 퍼플에서 PC결제로 이루어져 지급수수료율 감소

〈아이온2〉은 PC게임이다

공식 홍보자료에 의하면 〈아이온2〉의 출시 2일까지 평균 DAU 150만명 이상이며 2일차 누적 매출은 100억원, PC 결제 비중은 전체의 90% 이상임. 이에 〈아이온2〉를 PC게임으로 분류하여 매출 추정을 변경함. 모바일 수수료 대비 20%p감소한 10% 미만 수준의 수수료가 부과될 것으로 추정하며 2026년 〈아이온2〉의 글로벌 합산 매출 5,000억원 규모에서 예상 수수료 30%가 아닌 10%로 감소되어 1,000억 수준의 수수료 절감이 가능할 것으로 전망함

모바일 게임의 자체결제 전환으로 지급수수료율 감소

모바일 게임인 〈리니지M〉, 〈리니지2M〉는 11월 12일부터, 〈리니지W〉는 26일부터 퍼플 런처에서 PC게임으로 변경되어 구글 결제 서비스가 아닌 퍼플 스토어 결제로 변경됨. 〈아이온2〉을 제외한 기존 모바일 게임의 PC결제 전환율을 50%를 가정할 시 2026년 연간 800억원 규모의 수수료 절감 효과를 기대할 수 있음. 〈리니지M〉은 퍼플 내 PC 결제로 전환되며 게임 매출 순위 10위권으로 하락함. 〈리니지M〉의 월드던전 업데이트가 10월 29일부터 진행되어 해당 시기 이전의 매출과 비슷한 수준의 매출이 나온다고 가정하면 PC전환율은 현재 30% 수준으로 판단함

신작 기대감을 제거해도 싸다

엔씨소프트에 대한 매수 투자의견을 유지하고 목표주가를 310,000원으로 상향함. 신작 출시 기대감이 소멸되어 기존에 동종 게임사 평균 PER 20배에서 동사의 역사적 저점 수준 평균 PER인 18.5배로 변경함. PC MMORPG장르의 신작이 부재한 상황에서 〈아이온2〉의 유저 쏠림 현상은 지속될 것으로 판단함. MMORPG에서는 경제시스템이 중요하게 작용하므로 라이브방송을 통한 소통은 긍정적임. 11월 26일 신규 서버가 추가되어 지역 쏠림 현상이 완화될 것을 예상하는 유저들의 재유입도 예상됨

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,540	2,004	2,391
영업이익(십억원)	137	-109	27	387	710
세전손익(십억원)	206	121	461	442	937
지배순이익(십억원)	212	94	371	327	693
EPS(원)	9,663	4,291	17,152	15,186	32,168
증감율(%)	-51.3	-55.6	299.7	-11.5	111.8
ROE(%)	6.6	3.0	11.5	9.2	17.2
PER(배)	24.9	42.7	12.1	13.7	6.5
PBR(배)	1.4	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	17.6	-	25.8	6.2	2.9

게임/엔터테인먼트 담당 김지현
T.02)2004-9964 / kim.ji-hyun@shinyoung.com

현재주가(11/25)	208,000원
현재주가(12M, 상향)	310,000원

Key Data (기준일: 2025. 11. 25)

KOSPI(pt)	3857.78
KOSDAQ(pt)	856.03
액면가(원)	500
시가총액(억원)	44,812
발행주식수(천주)	21,544
평균거래량(3M,주)	142,520
평균거래대금(3M, 백만원)	30,019
52주 최고/최저	244,500 / 135,800
52주 일간Beta	0.8
배당수익률(25F,%)	0.2
외국인지분율(%)	31.1
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 14 인	12.4 %
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	4.8	37.9	-5.0
KOSPI대비 상대수익률	4.4	-12.8	-7.3	-37.6

Company vs KOSPI composite

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

단위(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	**398**	**369**	**402**	**409**	**360**	**382**	**360**	**438**	**1,578**	**1,540**	**2,004**
QoQ%	*-9%*	*-7%*	*9%*	*2%*	*-12%*	*6%*	*-6%*	*22%*			
YoY%	*-17%*	*-16%*	*-5%*	*-6%*	*-9%*	*4%*	*-10%*	*7%*	*-11%*	*-2%*	*30%*
[매출구성]											
모바일	249	218	253	216	206	219	197	182	937	804	858
리니지M	105	107	159	122	113	121	105	97	493	436	387
리니지2M	56	42	43	41	38	48	47	43	183	176	153
블레이드&소울 2	6	3	4	4	3	2	1	1	17	7	5
리니지W	83	65	47	49	53	48	43	40	244	185	113
아이온2(국내,대만)	0	0	0	0	0	0	0	101	0	101	344
PC	91	86	81	93	83	92	88	174	352	437	835
리니지	24	25	26	23	22	21	25	22	98	90	86
리니지2	23	21	20	21	19	23	22	18	85	82	71
아이온	14	13	12	11	8	13	9	6	50	37	20
블레이드앤소울	4	4	3	14	14	19	14	12	25	59	46
길드워2	25	23	19	25	19	16	18	15	93	69	62
로열티	33	38	38	74	45	42	47	46	182	180	172
기타	24	27	30	27	26	29	28	29	108	112	114
영업비용	**372**	**360**	**416**	**539**	**355**	**367**	**368**	**424**	**1,687**	**1,513**	**1,617**
QoQ%	*-14%*	*-3%*	*16%*	*29%*	*-34%*	*3%*	*0%*	*15%*			
YoY%	*-6%*	*-11%*	*2%*	*24%*	*-5%*	*2%*	*-12%*	*-21%*	*3%*	*-10%*	*7%*
[비용구성]											
인건비	203	188	201	314	187	191	199	190	906	768	730
마케팅비	7	17	49	55	13	23	16	56	128	109	134
D&A	28	28	27	26	25	25	21	21	108	93	80
매출 변동비 및 기타	135	127	140	143	129	128	131	156	545	545	673
영업이익	**26**	**9**	**-14**	**-129**	**5**	**15**	**-7**	**14**	**-109**	**27**	**387**
OPM%	*6%*	*2%*	*-4%*	*-32%*	*1%*	*4%*	*-2%*	*3%*	*-7%*	*2%*	*19%*
QoQ%	*634%*	*-63%*	*적전*	*적확*	*흑전*	*172%*	*적전*	*흑전*			
YoY%	*-62%*	*-70%*	*적전*	*적전*	*-78%*	*64%*	*적축*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*1000%*
당기순이익	**57**	**71**	**-27**	**-8**	**38**	**-36**	**347**	**22**	**94**	**371**	**327**
NIM%	*14%*	*19%*	*-7%*	*-2%*	*10%*	*-9%*	*96%*	*5%*	*10%*	*46%*	*38%*
QoQ%	*149%*	*34%*	*적전*	*적축*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*-95%*			
YoY%	*-40%*	*178%*	*적전*	*적전*	*-27%*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*-44%*	*359%*	*-17%*
지배주주순이익	**57**	**71**	**-27**	**-7**	**38**	**-35**	**347**	**22**	**94**	**371**	**327**

자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 2. <아이온2> 현재 유료 결제 서비스 내용

주요기능	유효기간	아이템명	가격(원)	큐나가격(큐나)	특이
의상	무제한	의상	49,000		현재 8종, 지속 업데이트
거래소 판매 등록, 교환소 이용, 개인 거래	28일	산들바람 멤버십	19,700		기간 내 1회
콘텐츠 이용 증가(어비스 이용시간 2배) 등	28일	챈가룽 멤버십	29,700		기간 내 1회
산들바람+챈가룽 멤버십	28일	슈고	45,000		기간 내 1회
배틀패스	63일	데바 패스 1	21,500	1,000	기간 내 1회
배틀패스	63일	데바 패스 2	32,250	1,500	기간 내 1회
주문서, 물약 등		아이온2 스타터	33,000		1회만 가능
펫		블랙 드래곤	29,000		1회만 가능
펫		화이트 드래곤	29,000		1회만 가능
펫		하늘 고래	32,250	1,500	1회만 가능
재화		400큐나	8,600	재화	1큐나 가격 21.5원

자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

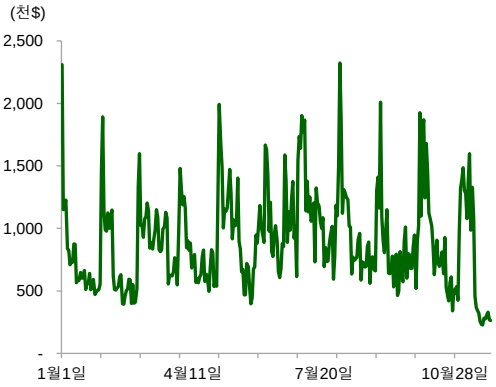
도표 3. <아이온2> 눈꽃시스루 의상

자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 4. <아이온2> 라이브방송

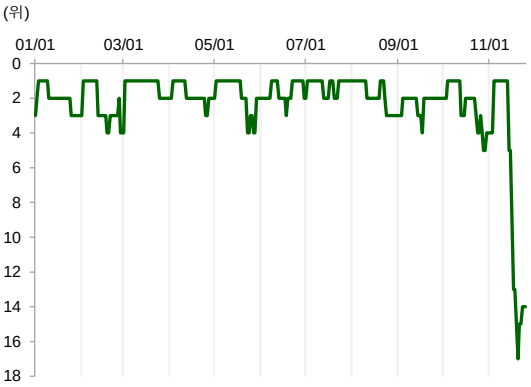
자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 5. <리니지M> 2025년 이후 일매출



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 6. <리니지M> 2025년 이후 구글 스토어 매출 순위



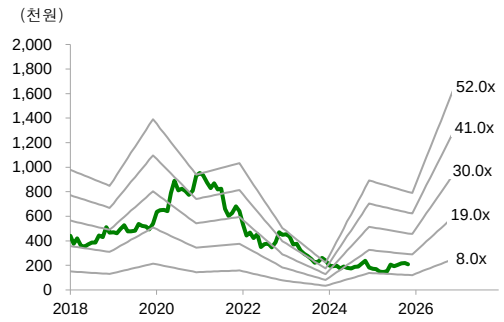
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 7. 엔씨소프트 신작 라인업

출시일자	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입	퍼블리싱/자체개발
2025.11.19	한국, 대만	아이온 2	MMORPG	PC/모바일	자체개발
2H26	글로벌	아이온 2 글로벌	MMORPG	PC/모바일	자체개발
1Q26	글로벌	브레이커스 언락 더 월드	서브컬처	PC/모바일	퍼블리싱
2Q26	글로벌	타임 테이커스	배틀로얄 슈터	PC/콘솔	퍼블리싱
1H26	중국	리니지2M	MMORPG	모바일	자체개발
1H26	동남아	리니지W	MMORPG	모바일	자체개발
2026	글로벌	신더시티(LLL)	루터 슈터	PC/콘솔	자체개발
2026	글로벌	본파이어	슈터	PC/콘솔	자체개발
2026		IP 기반 게임 4종			자체개발
2026	중국	리니지M	MMORPG	모바일	자체개발
2026~	글로벌	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	PC/모바일	자체개발

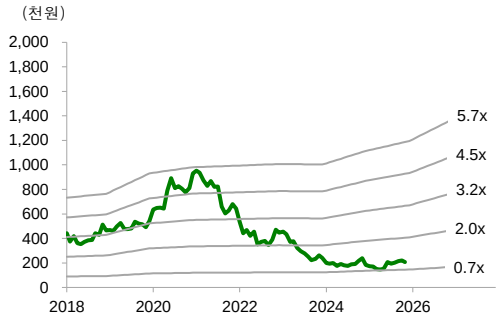
자료 : 엔씨소프트, 신영증권 리서치센터

도표 8. 엔씨소프트 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 9. 엔씨소프트 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 10. 엔씨소프트 목표주가 산출 방법

	2025E	2026E	비고
지배주주지분 순이익(십억원)	371	327	
발행주식총수(주)	1,939		자기주식수 차감
적용 EPS(원)	16,869		26년 EPS 적용
타겟 P/E(배)	18.5		동사의 역사적 하단 평균 PER 적용
적정 주가(원)	312,076		적정시총 6.7조원
목표 주가(원)	**310,000**		
전일 종가(원)	208,000		
상승 여력	**49.0%**		

자료 : 신영증권 리서치센터

엔씨소프트(036570.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**17,798**	**15,781**	**15,405**	**20,042**	**23,915**
증가율(%)	-30.8	-11.3	-2.4	30.1	19.3
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**17,798**	**15,781**	**15,405**	**20,042**	**23,915**
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	**16,425**	**16,873**	**15,135**	**16,174**	**16,816**
판관비율(%)	92.3	106.9	98.2	80.7	70.3
영업이익	**1,373**	**-1,092**	**270**	**3,868**	**7,099**
증가율(%)	-75.4	적전	흑전	1,332.6	83.5
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.8	19.3	29.7
EBITDA	**2,492**	**0**	**1,210**	**4,607**	**7,682**
EBITDA마진(%)	14.0	0.0	7.9	23.0	32.1
순금융손익	**911**	**1,165**	**965**	**1,103**	**1,417**
이자손익	691	618	837	975	1,289
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**-262**	**1,092**	**675**	**675**	**675**
종속및관계기업 관련손익	**41**	**44**	**2,697**	**-1,224**	**174**
법인세차감전계속사업이익	**2,062**	**1,209**	**4,607**	**4,421**	**9,365**
계속사업손익법인세비용	**-77**	**268**	**898**	**1,150**	**2,435**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**2,139**	**941**	**3,710**	**3,272**	**6,930**
증가율(%)	-50.9	-56.0	294.3	-11.8	111.8
순이익률(%)	12.0	6.0	24.1	16.3	29.0
지배주주지분 당기순이익	2,121	942	3,711	3,272	6,930
증가율(%)	-51.3	-55.6	293.9	-11.8	111.8
기타포괄이익	**-229**	**-459**	**-172**	**-172**	**-172**
총포괄이익	**1,910**	**482**	**3,538**	**3,100**	**6,758**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**23,368**	**17,885**	**22,549**	**25,892**	**32,750**
현금및현금성자산	3,652	12,605	18,676	21,702	28,085
매출채권 및 기타채권	1,723	1,672	1,628	1,991	2,292
재고자산	7	11	9	11	14
비유동자산	**20,570**	**21,654**	**20,964**	**20,474**	**20,140**
유형자산	10,005	9,976	9,069	8,361	7,809
무형자산	961	1,039	1,006	974	943
투자자산	6,726	8,717	8,967	9,217	9,466
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**43,938**	**39,539**	**43,513**	**46,366**	**52,891**
유동부채	**6,143**	**3,222**	**3,049**	**2,891**	**2,748**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	2,153	1,963	1,791	1,633	1,489
유동성장기부채	2,400	0	0	0	0
비유동부채	**5,265**	**5,682**	**6,382**	**6,382**	**6,382**
사채	1,697	1,698	2,398	2,398	2,398
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**11,408**	**8,904**	**9,431**	**9,273**	**9,129**
지배주주지분	**32,497**	**30,585**	**34,032**	**37,043**	**43,711**
자본금	110	110	108	108	108
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
기타포괄이익누계액	-445	-612	-784	-956	-1,128
이익잉여금	34,726	34,739	38,361	41,543	48,384
비지배주주지분	**33**	**51**	**50**	**50**	**50**
자본총계	**32,530**	**30,636**	**34,082**	**37,093**	**43,761**
총차입금	**6,488**	**3,821**	**4,521**	**4,521**	**4,521**
순차입금	**-8,993**	**-10,732**	**-14,832**	**-17,622**	**-23,968**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,399**	**1,070**	**1,857**	**4,534**	**6,695**
당기순이익	**2,139**	**941**	**3,710**	**3,272**	**6,930**
현금유출이없는비용및수익	**719**	**-68**	**-1,691**	**2,147**	**1,567**
유형자산감가상각비	1,101	1,059	907	708	552
무형자산상각비	18	33	33	32	31
영업활동관련자산부채변동	**-956**	**-433**	**-100**	**-710**	**-656**
매출채권의감소(증가)	425	201	44	-363	-301
재고자산의감소(증가)	7	-3	2	-3	-2
매입채무의증가(감소)	0	0	-173	-158	-144
투자활동으로인한현금흐름	**1,130**	**12,941**	**8,758**	**3,541**	**4,736**
투자자산의 감소(증가)	-1,275	-1,947	2,443	-1,482	-87
유형자산의 감소	6	7	0	0	0
CAPEX	-1,174	-842	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-697	10,299	1,528	236	37
재무활동으로인한현금흐름	**-1,773**	**-5,229**	**-21**	**-525**	**-525**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-2,400	700	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-2	0	0
기타현금흐름	**41**	**171**	**-4,524**	**-4,524**	**-4,524**
현금의 증가	**796**	**8,953**	**6,071**	**3,026**	**6,382**
기초현금	2,856	3,652	12,605	18,676	21,702
기말현금	3,652	12,605	18,676	21,702	28,085

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	9,663	4,291	17,152	15,186	32,168
BPS	176,065	175,362	194,702	208,675	239,629
DPS	3,130	1,460	460	460	460
Multiples (배)					
PER	24.9	42.7	12.1	13.7	6.5
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.6	-76,866.3	25.8	6.2	2.9

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-51.3%	-55.6%	299.7%	-11.5%	111.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	-62.5%	-100.0%	na	280.7%	66.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.6%	3.0%	11.5%	9.2%	17.1%
ROE(지배순이익 기준)	6.6%	3.0%	11.5%	9.2%	17.2%
ROIC	10.1%	-8.2%	1.8%	24.6%	45.1%
WACC	9.7%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
안전성(%)					
부채비율	35.1%	29.1%	27.7%	25.0%	20.9%
순차입금비율	-27.6%	-35.0%	-43.5%	-47.5%	-54.8%
이자보상배율	9.4	-10.6	2.2	31.8	58.4

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
엔씨소프트	-	-	-	-	-	-	-	-

엔씨소프트 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-26	매수	310000		
2025-11-03	매수	260000	-16.65	-6.92